

降息继续驱动“股债双牛”

核心观点

2023年8月15日,央行下调1年期MLF利率15BP、7天逆回购利率10BP,本次降息时点较我们此前的预期(四季度)略有提前。我们认为降息一方面意在降低企业融资成本、改善企业盈利,带动融资需求,缓解当前信贷供需错配,另一方面,非对称降息是在缓解银行负债端成本的同时,防止资金空转和短端过度加杠杆。向后推演,预计本月21日1年及5年以上期限的LPR报价降幅均为15bp。降息将引导后续实体部门贷款利率及市场利率同步走低,我们在6月13日报告《降息是股债双牛的起点》中将10年期国债收益率年内低点的预测值由2.6%下调至2.4%,目前仍维持此观点,预计无风险收益率进一步下探,形成股债双牛格局。

□ 央行超预期降息

8月15日,央行公开市场开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天期逆回购操作(4000亿元MLF和60亿元逆回购到期),中标利率分别为2.5%、1.80%,分别较上次操作下调15、10BP,央行本次降息时点较我们此前的预期(四季度)略有提前,降息幅度非对称也超出预期,这是2017年央行开始频繁使用政策利率工具以来,MLF与逆回购利率的首次非对称调整。

□ 非对称降息的核心目的是引导实体融资成本下行的同时,防止资金空转

对于本次降息,我们认为一方面意在降低企业融资成本、改善企业盈利,带动融资需求,缓解当前信贷供需错配。8月1日,人民银行、外管局在2023年下半年工作会议中提出“继续深化利率市场化改革,促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”。

另一方面,降息有助于缓解银行负债端成本压力,其中,逆回购利率降低幅度弱于MLF利率可能是从防止资金空转的角度考虑,8月4日央行在答记者问中提到“防止资金套利和空转,提升政策传导效率”,8月以来银行间市场质押式回购成交量每日体量仍维持在8万亿左右高位,市场加杠杆情绪相对较高,7天逆回购作为短端滚动资金,利率下调幅度低于MLF利率可能是从防范市场加杠杆及资金空转套利的角度出发。1年期资金成本降低幅度较大,对于实体部门降成本效果更好,有助于进一步引导实体贷款加权利率及债券市场利率下行。

向后推演,本月21日LPR报价大概率随之下降,预计1年、5年及以上期限的LPR均降15BP的概率大;进一步,从我国当前存款利率市场化调整机制看,10年期国债收益率及1年期LPR将直接影响存款利率定价,银行存款利率也将出现进一步下调空间,稳定银行净息差、盈利水平及后续资本补充,使得信贷投放更具持续性。

□ 预计21日LPR报价下降15BP

预计8月21日LPR报价也将随之下降,当前我国LPR报价机制是“市场利率+央行引导→LPR”,我们认为市场利率主要观察DR007,8月以来其中枢水平约1.73%,较降息之前7天逆回购利率的1.9%低约17BP,中枢位置偏低;央行引导可以是降准、降息等各种操作,目前也已兑现,则LPR报价从机制上看将随之回落,预计1年、5年及以上期限的LPR降幅均为15BP。

□ 预计后续仍有降准操作,结构性政策工具继续发挥作用

结合近期各重大会议的政策信号,我们预计本次降息后,后续仍有降准概率,推动宽信用、改善企业资金可得性。预计结构性政策工具也将持续发力,7月14日,人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”,我们认为,下半年仍可期待新创设的结构性政策工具,政策性金融工具也有望新增额度,发挥“准财政”属性。同时,预计后续央行在维持宽松基调的同时,也将更加强调防止资金空转、引导资金进入实体,进而强化稳增长效率。

□ 汇率贬值压力有多大?

今日降息后,离岸人民币汇率贬值破7.3,8月以来随美元指数上行,人民币汇

分析师:李超

执业证书号:S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师:孙欧

执业证书号:S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

1《7月金融数据:上月数据透支效应较强》2023.08.11

2《薪资通胀压力仍在,关注信用收缩》2023.08.11

3《7月通胀:CPI触底,PPI反弹,物价出现一定积极因素》2023.08.09

率再次走贬，我们认为受我国宽松货币政策及美联储政策基调不确定性影响，**预计三季度人民币汇率总体趋于震荡**，但其能够起到内外平衡器的作用，国内政策预计不会受到较大影响。

我们不认为人民币汇率年内会持续贬值，预计四季度走向升值的概率大。预计随着国内宽松政策空间打开，相关举措逐步推进、落地，中美经济对比中，我国优势将逐步凸显；此外，预计下半年美国银行信用收缩强化，超储逐步耗尽也将在下半年削弱需求，需求回落将有效缓解通胀和劳动力市场紧张，货币政策停止紧缩的预期也将持续确认。总体上，预计四季度我国在基本面及货币政策预期两个方面均较为占优，推动人民币汇率升值。

□ **继续坚定看好“股债双牛”**

我们在6月13日报告《降息是股债双牛的起点》中将**10年期国债收益率年内低点的预测值由2.6%下调至2.4%**，**目前我们继续坚持此观点**。今日降息后，10年期国债活跃券收益率迅速由2.62%左右下行最大幅度达7BP至2.55%左右。

我们坚持**5月5日年中策略报告《水到渠成，股债双牛》**的观点，**流动性是驱动“股债双牛”的核心逻辑**，一方面，今年下半年经济压力客观存在，但货币政策仍有宽松空间，无风险收益率有望继续下行，形成股债双牛的格局。

另一方面，我们认为居民大体量超额储蓄淤积金融体系，是导致当前流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一，也是后续股市增量资金的最大不确定性来源。

□ **风险提示**

企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>